

Mesačník o kapitálovom trhu

Okamihy pravdy

Pre pozitívny vývoj na finančných trhoch od začiatku roka existuje mnoho vysvetlení, ale výkonnosť je v protiklade k stavu svetovej ekonomiky. Nami vytvorené ekonomické ukazovatele zaznamenali opätovné oslabenie ekonomických dát v poslednom mesiaci. Na tomto pozadí sa tiež ochladil rast svetovej ekonomiky, naposledy na mieru ľahko pod svojím potenciálom. Výnosová krivka v USA (3 mesiace vs. 10 rokov) invertovala po „Holubičom“ zasadnutí americkej centrálnej banky (Fed) v aktuálnom ekonomickom cykle prvýkrát. To je od začiatku 50. rokov spoľahlivou predzvesťou recesii v USA a u mnohých investorov to preto viedlo k nárastu neistoty a zvýšil sa tak dopyt po „Bezpečných prístavoch“ - oi. Nemeckých štátnych dlhopisoch, japonskom jene alebo zlate. Či pre globálne konjunktúru teraz udrela hodina pravdy?

Zaiste: Po fáze slabších makrodát sa pravdepodobnosť aspoň krátkodobého ekonomického oživenia zvýšila, ako je vidno na exportných štatistikách jednotlivých ázijských krajín. Tie zároveň slúžia ako meradlo ekonomiky v tejto oblasti s technologickým ťažiskom, a tým pádom ako barometer nálady pre svetový obchod. Tieto čísla by však kvôli čínskemu Novému roku mali byť interpretované s istou opatrnosťou. Avšak sa dajú chápať ako predzvesť nedávno schválených daňových a menovopolitických opatrení v Číne. Možno od nich očakávať, že by mohli stabilizovať rast nielen v Číne, ale vďaka šíriacim sa pozitívnym efektom od druhého štvrtroku tiež v celej oblasti Ázie.



Stefan Scheurer
Director
Global Capital Markets
& Thematic Research

Zatiaľ čo v otázkach obchodného konfliktu a brexitu nadchádzajú okamihy pravdy, veľké centrálné banky sa pokúšajú prostredníctvom zmeny politiky rozháňať aktuálnu ekonomickú fázu, ktorá má stále menej síl.

01. 04. 19

Akciový index		Úroková miera v %	
Prague SE Index	1 085	USA	3 mesiace 2,60
DAX	11 682		2 roky 2,29
Euro Stoxx 50	3 388		10 rokov 2,41
S&P 500	2 867	EMÚ	3 mesiace -0,31
Nasdaq	7 829		2 roky -0,62
Nikkei 225	21 505		10 rokov -0,07
Hang Seng	29 625	Japonsko	3 mesiace 0,07
KOSPI	2 177		2 roky -0,17
Bovespa	96 054		10 rokov -0,09
FX		Suroviny	
USD/EUR	1 124	Ropa (Brent, USD/barel)	68,9

Zatiaľ čo v otázkach obchodného konfliktu a brexitu prichádzajú okamihy pravdy, možno z posledných informácií a činov veľkých centrálnych bánk ako je Fed alebo Európska centrálna banka (ECB) vyvodiť, že chcú prostredníctvom zmeny politiky rozháňať aktuálnu ekonomickú fázu, ktorá má stále menej síl. Je možné, že sa tak stane na vrub vyššej inflácie a jednoduchšieho zadlženia. Zvrat medzinárodnej menovej politiky, perspektívne slabší americký dolár, uvoľnenie v obchodnom konflikte aj rastové impulzy z Číny by mohli ďalej podporovať kapitálové trhy. Podiel „býkov“ sa medzitým zreteľne zvýšil - z približne 30% na začiatku roka na terajších čistých 54 %. Zároveň je index volatility napriek podstatne vyšším neistotám pre svetové hospodárstvo takmer 20 % pod historickým priemerom.

Aby okamihy pravdy nevyústili k zvýšenej volatilitite Vám praje

Stefan Scheurer

Podrobné informácie o trhu

Taktická alokácia akcií a dlhopisov

- Nami vytvorené ekonomické ukazovatele zaznamenali opätovné oslabenie ekonomických dát v poslednom mesiaci. Na tomto pozadí sa ochladil tiež rast svetovej ekonomiky, naposledy na mieru ľahko pod svojím potenciálom.
- Výnosová krivka v USA (3 mesiace vs. 10 rokov) invertovala prvýkrát v aktuálnom hospodárskom cykle po „holubičom“ zasadnutí americkej centrálnej banky (Fed).
- Kým v otázkach obchodného konfliktu a brexitu nadchádzajú okamihy pravdy, veľké centrálné banky sa pokúšajú prostredníctvom zmeny politiky rozhábať aktuálnu ekonomickú fázu, ktorá má stále menej sil.
- Zvrat medzinárodnej menovej politiky, perspektívne slabší americký dolár, uvoľnenie napätia v obchodnom konflikte aj rastové impulzy z Číny by mohli ďalej podporovať kapitálové trhy. To potvrdzujú aj pozície, ktoré zaujali investori.
- Index volatility je síce takmer 20 % pod historickým priemerom, ale okamihy pravdy by mohli rýchlo vyústiť vo výkyvy kurzov.

Akcie Nemecko



- Najnovšie výsledky ankiety meracích ekonomických nálad podnikov v Nemecku poskytujú zmiešaný obraz. Kým kombinovaný Index nákupných manažérov („pmi“) spadol na najnižšiu úroveň od júna 2013, v marci sa indexe podnikateľskej klímy Ifo podarilo prekvapivo rásť. Zlepšenie sa prejavovalo predovšetkým v oblasti očakávaní obchodných príležitostí, čo vzbudzuje nádeje na hospodársku stabilizáciu v druhej polovici roka 2019.
- Hoci sú riziká poklesu zahraničného obchodu kvôli spiacemu obchodnému konfliktu stále prítomné, mohla by súkromná spotreba ďalej hrať svoju podpornú úlohu, opierajúc sa o vynikajúcu situáciu na trhu práce a silné rasty miezd.
- Podľa dlhodobého priemeru je ocenenie nemeckých akcií po poklesoch kurzov v posledných týždňoch citeľne atraktívnejšie.

Akcie Európa



- Dynamika hospodárskeho vývoja v Európe ďalej slabne. To sa ukazuje aj na zloženom indexe nákupných manažérov, ktorý vysoko koreluje s ekonomickým výkonom a v marci sa pre spracovateľský priemysel zreteľne zhoršil.
- Vzhľadom k protivetru zo strany slabšieho svetového obchodu je dobrý vývoj na trhu práce silným stabilizačným faktorom pre ekonomiku eurozóny – miera nezamestnanosti so svojimi aktuálnymi 7,8 % nie je príliš vzdialená od svojej rekordnej najnižšej úrovne vo výške 7,3 % v októbri 2007.
- Téma brexit prejde v tomto mesiaci do „rozhodujúceho štádia“. Kým politické neistoty vzrástli, ukazujú najnovšie ekonomické dáta pre Veľkú Britániu, že neistoty spojené s brexitom prosperite ekonomiky škodia.
- Podľa cyklicky upraveného Shillerovho pomeru kurzu k zisku sú európske akciové trhy ocenené opäť výrazne atraktívnejšie. Dividendové výnosy sú v globálnom porovnaní jedny z najvyšších.

Akcie USA



- V dôsledku hroziacich rizík pre globálnu konjunktúru a mierneho nátlaku inflácie sa americká centrálna banka prejavila nedávno značne zdržanlivo ohľadom ďalších možných zvýšení hlavnej úrokovej sadzby.
- Po „holubičom“ zasadnutí Fedu v marci invertovala krivka výnosnosti v USA (3 mesiace vs. 10 rokov) aktuálneho ekonomického cyklu prvýkrát. Vzhľadom k tomu, že od 50. rokov predstavuje inverzná výnosová krivka spoločlivú predzvesť recesií v USA, viedol najnovší vývoj u mnohých investorov k nárastu neistoty. Naše modely signalizujú rastúcu pravdepodobnosť recesie v USA v nadchádzajúcich 12 mesiacoch.
- Kým trh práce v USA je bezo zmeny hodnotený ako robustný a podporuje súkromnú spotrebu, mali by rastúce náklady na mzdy pomaly tlačiť na marže. Vývoj ziskov teda pravdepodobne už prekročil svoj vrchol.
- Ohlásená prestávka v sérii zvyšovania hlavnej úrokovej sadzby predlžuje zásadne pozitívne prostredie akcií. Ocenenie akcií v USA však leží na vysokej úrovni, ktorá by mohla znížiť dlhodobý potenciál výnosu.

Akcie Japonsko



- Zdržanlivý vývoj ekonomiky v Japonsku sa odráža okrem (predbežného) indexu nákupných manažérov (PMI) pre spracujúci priemysel tiež v dôvere podnikov spracujúceho priemyslu. Podľa PMI aj indexu Reuters Tankan klesli obidva druhy dát v marci na najnižší stav od roku 2016.
- Bez ohľadu na pozitívnu dynamiku spotrebiteľských cien sa naďalej zdá, že je ešte skoro na to, hovoriť o dlhodobom udržateľnom zlepšení miery zdražovania v Japonsku. Lebo výhľad jadrovej inflácie zostáva rozpačitý. Preto bude Japonská centrálna banka zrejme pokračovať vo svojom extrémne expanzívnom smere menovej politiky - najmä preto, aby v súvislosti s nadchádzajúcim zvýšením dane z pridanej hodnoty (október 2019) udržala mieru predpokladanej inflácie.
- Firemný sektor v Japonsku investuje príliš málo a zaťažuje tak v strednodobom výhľade rast. Investori by pri investíciách do japonských akcií mali mať na zreteli vývoj jenu, ktorý by sa mohol stať kopacou loptou geopolitiky.

Akcie rozvíjajúcich sa trhov

- Čínska vláda stanovila na svojom zhromaždení ľudových zástupcov začiatkom marca cieľ pre rast v roku 2019 na rozmedzí 6% až 6,5% (2018: 6,6%) a potvrdzuje tak našu predstavu cesty mierneho rastu v nadchádzajúcich štvrtrokoch.
- Svetová hospodárska politika - daňová i menová - zaviedla nasledujúce expanzívne opatrenia proti príliš silnému oslabeniu ekonomiky: Rozsiahla zníženie daní, zníženie sociálnych odvodov, investície do infraštruktúry a jednoduchý prístup k bankovým úverom pre malé až stredné podniky.
- Akciové trhy rozvíjajúcich sa trhov sú fundamentálne zaťažované zhodnotením dolára, obchodným konfliktom a špecifickými rizikami v danej krajine. Ani pomaly slabnúca dynamika rastu ekonomiky v priemyselných krajinách nepomáha. Stabilizačné faktory by sa mohli objaviť najskôr zo strany dolára.
- Na finančných trhoch tejto skupiny krajín sa odráža predpokladaný obrat v menovej politike americkej centrálnej banky, v ktorom boli do ocenenia na finančných trhoch zahrnuté poklesy úrokových sadzieb, najmä keď by inflačný tlak mohol byť tlmený. Finančných trhoch zahrnuté poklesy úrokových sadzieb.

Investičná téma: dividendy

- Z historického hľadiska dividendy významne prispievajú k celkovej výnosnosti akcií a zároveň sa vyvíjajú stabilnejšie než výnosy podnikov. To má celkovo stabilizačný účinok na portfólio.
- Akcie spoločností, ktoré vyplácajú dividendy, sa pritom v minulosti prejavili ako menej náchylné k výkyvom ako akcie spoločností, ktoré dividendy nevyplácajú.
- Ako sa pri porovnaní globálnych výnosov z dlhopisov a dividend ukazuje, môžu byť dividendy práve v časoch krajne nízkych či dokonca negatívnych výnosov z dlhopisov atraktívnym zdrojom kapitálových príjmov.

Euro dlhopisy

- Zámer Európskej centrálnej banky (ECB) vytvoriť nové cielené dlhodobější refinančné operácie (TLTRO) na podporu bánk a posunúť do ďalšieho roka zvýšenie hlavnej úrokovej sadzby, ktoré bolo pôvodne zamýšľané pre druhý štvrtrok, spôsobil nárast dopytu po štátnych dlhopisoch s dlhšou dobou splatnosti.
- Kým sa nemecké štátne dlhopisy opierajú o akomodujúcu monetárnu politiku, pretrvávajúce umiernené inflačné prostredie a pokračujúce politické riziká, pôsobi súčasne fundamentálne nadhodnotenie ako záťaž.
- Štátne dlhopisy periférnych krajín eurozóny zostávajú zaťažené politickými rizikami.

Medzinárodné dlhopisy

- Dynamika finančných trhov, ktorej charakter naberá zreteľnejšie znaky vrcholnej fázy ekonomického cyklu, vykonáva na pozadí slabšieho hospodárskeho rastu so súčasne rastúcou mierou jadrovej inflácie mierny nátlak na rast nominálnych a reálnych výnosov.
- Pravdaže opatrný a vyčkávajúci postoj mnohých centrálnych bánk, pretrvávajúce finančné represie a zvyšovanie rizika recesie v strednodobom horizonte obmedzujú potenciálny rast výnosov predovšetkým v oblasti dlhších splatností.
- Dlhodobé výnosy z amerických Treasuries by na pozadí pokračujúceho cyklu zvyšovania úrokových sadzieb Fedom a ustávajúceho priaznivého okamihu rastu mohli byť v poklese.
- Počítame s mierne rastúcimi výnosmi zo štátnych dlhopisov jadra eurozóny. V Japonsku aj naďalej očakávame nízke úrokové sadzby.

Dlhopisy rozvíjajúcich sa trhov

- Dlhopisové trhy rozvíjajúcich sa krajín zostávajú predovšetkým pod vplyvom amerického dolára, hoci sa trend na akciových trhoch rozvíjajúcich sa krajín po vysokých rastoch od začiatku roka zvrátil smerom nadol.
- Od začiatku roka do tejto triedy investícií opäť tieklo viac peňazí investorov - prevažne v dlhopisoch znejúcich na tvrdé meny. To by mohlo súvisieť aj s očakávaním, že v obchodnom konflikte medzi Čínou a USA možno dôjde k uvoľneniu.
- Avšak výhľad na svetové hospodárstvo sa naďalej javí ako tlmený, okrem toho môže nastať protivietor zo strany (geo) politiky, ak sa konflikt znova vyhrotí alebo sa začne rysovať ďalší konflikt medzi USA a Európou.

Podnikové dlhopisy

- Najnovšie oznámenia ECB predĺžili oživenie na úrokových trhoch napriek kaliacim sa ekonomickým výhľadom.
- Napriek tomu sa dlhopisy kategórie investment grade a rizikové dlhopisy (high yield) pohybujú na poli medzi akomodujúcou monetárnou politikou spolu so solídnymi údajmi z oblasti úverov na jednej strane a náročným mikroekonomickým prostredím a ambicióznym ocenením na druhej strane.
- Zahrnutá pravdepodobnosť výpadkov amerických dlhopisov leží jasne nad priemernými akumulovanými hodnotami výpadkov v minulosti. Avšak rozdiely medzi oboma hodnotami (živná pôda pre „čistú“ rizikovú kreditnú prémii a likvidity prémii) leží pre vysoko rizikové dlhopisy jasne pod svojím dlhodobým priemerom. Dlhopisy kategórie investment grade sú v jeho rozmedzí. Na základe tejto analýzy sa zdajú dlhopisy s vysokými výnosmi (high yield bonds) naďalej nadhodnotené.
- „Čisté“ kreditné rizikové prémii a likviditné prémii (odhadované na základe miery trhových výpadkov vs. kumulatívnych hodnôt) naznačujú mierne atraktívne relatívne ocenenie európskych dlhopisov (Investment grade) v porovnaní so štátnymi dlhopismi a naďalej ambiciózne ocenenie európskych high yield dlhopisov.

Meny

- V dôsledku ustávajúceho globálneho rastu by americký dolár mohol počas dlhšieho časového obdobia stratiť svoju výhodu oproti hlavným menám. Zdá sa ale, že táto fáza dobieha a meny rozvíjajúcich krajín ľahko spevnili.
- Riziká špecifické pre určité krajiny (napr. Turecko) zaťažujú meny jednotlivých rozvíjajúcich sa krajín aj vysoké zadĺženie v cudzine (v americkom dolári) v prípade poklesu mien. Fundamentálne podhodnotenie mnohých mien (predovšetkým rozvíjajúcich sa krajín) oproti americkému doláru je však podľa nášho dlhodobého vyváženého modelu k oceneniu menových kurzov aj naďalej významné.
- ECB ohlásila cielené dlhodobejšie refinančné operácie a korigovala svoje prognózy rastu a inflácie smerom nadol, čo spôsobilo prechodný pád kurzu eura k doláru na najnižšiu hodnotu od polovice roka 2017.
- Britská libra meria aj naďalej stupeň horúčky vo veci brexit. Čím vyššia politická neistota vo Veľkej Británii, tým nižšie je obchodovaná - a naopak. Trvalé zhodnotenie z nášho hľadiska podhodnotenej britskej libry vyžaduje rozhodnutie v otázke brexitu.